东方雨虹(002271)

公司研究/点评报告

毛利率显著提升，净利同比增长 43%

—东方雨虹 2020 年三季报点评

点评报告/建材行业　　2020 年 10 月 27 日

一、事件概述

公司 2020 年 10 月 27 日发布 2020 年三季报，2020 年前三季度营收 150 亿元，同比增长 16%，归母净利 21 亿元，同比增长 43%，归母扣非净利 20 亿，同比增长 56%。

二、分析与判断

➢ 毛利率显著提升，净利同比增长 43%

据公司公告，2020 年前三季度营收 150 亿元，同比增长 16%，归母净利 21 亿元，同比增长 43%，归母扣非净利 20 亿，同比增长 56%。报告期存货期末余额 11 亿元，较上年年末余额减少 43%，主要原因是公司本年实行新收入准则，期末施工存货调整至合同资产科目所致。经营活动产生的现金流量净额发生额-9 亿元,较上期增加 55.65%，主要原因是公司销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。报告期公司综合毛利率 39.95%，较去年提升 3.49 个百分点，毛利率的显著提升使得净利增速明显高于收入增速。

➢ 品牌、技术壁垒、成本优势和网络渠道优势打造牢固护城河。

品牌方面，公司是国内建筑防水行业首家上市公司，东方雨虹（建筑防水）、卧牛山（节能保温）、德爱威（建筑涂料）、华砂（瓷砖胶）、东方雨虹建筑修缮均入选 2018-2019 年度中国房地产开发企业 500 强首选品牌。

技术壁垒方面，公司有 4 位工程院院士，获批建设特种功能防水材料国家重点实验室，拥有国家认定企业技术中心、院士专家工作站、博士后科研工作站等研发平台。公司累计拥有有效专利 815 件，报告期内公司《地下空间防水防护用高性能多材多层高分子卷材成套技术及工程应用》荣获 2019 年度“国家科学技术进步”二等奖。

成本优势方面，公司主要生产线在亚太地区属于领先水平，最大限度地降低公司产品的生产成本，规模化生产也带来了管理成本和费用的下降，规模经营优势确保公司能长期稳定以相对较低的价格获得主要原材料，全国性产能布局带来产品运输等成本的下降。

网络优势方面，公司建立了直销模式与渠道模式相结合的多层次的市场营销渠道网络。

➢ 领军企业持续受益防水行业快速增长和行业集中度提升

防水行业是建材中快速增长的优质赛道。根据中国建筑防水协会数据，2019 年 1-12 月份，653 家规模以上防水企业的主营业务收入累计 990 亿元，同比增长 12.2%。我国防水行业当前低端产能过剩、产业集中度低、市场竞争不规范，呈现“大行业、小企业”的格局。2019 年国家发改委发布的《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，国家住房和城乡建设部开展推动《建筑与市政工程防水通用规范》的意见征集。我们判断未来随着国家对防水材料产品质量及生产企业环境污染的监管措施趋于更加严格，防水行业的产能集中度有望持续提升，公司作为国内防水领军企业有望持续受益。

三、投资建议

预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 1.21 元、1.49 元、1.83 元，对应 PE 分别为 27.9 倍、22.6 倍、18.4 倍。当前建材行业可比公司平均估值为 29 倍，考虑到公司作为领军企业持续受益防水行业快速增长和行业集中度提升，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

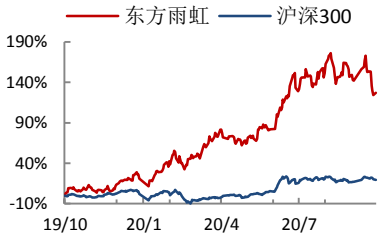
基建和地产增速下滑；防水产能集中速度放缓。

推　荐　　维持评级

当前价格：　33.74

交易数据	2020-10-26
近 12 个月最高/最低(元)	63.32/21.77
总股本（百万股）	2354.68
流通股本（百万股）	1681.71
流通股比例（%）	71%
总市值（亿元）	794.47
流通市值（亿元）	567.41

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号：　S0100516120001

电话：　0755-22662010

邮箱：　yangkan@mszq.com

相关研究

1,《东方雨虹（002271）19 年年报点评报告：毛利率稳中有升，19 年净利同比增长 37%》20200423

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	18,154	21,478	26,306	32,076
增长率（%）	29.3%	18.3%	22.5%	21.9%
归属母公司股东净利润（百万元）	2,066	2,852	3,508	4,314
增长率（%）	37.0%	38.0%	23.0%	23.0%
每股收益（元）	1.44	1.21	1.49	1.83
PE（现价）	23.4	27.9	22.6	18.4
PB	5.2	6.2	5.2	4.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	18,154	21,478	26,306	32,076
营业成本	11,665	13,881	16,974	20,625
营业税金及附加	139	165	202	246
销售费用	2,142	2,531	3,128	3,793
管理费用	965	1,142	1,399	1,706
研发费用	357	422	517	630
EBIT	2,886	3,337	4,085	5,076
财务费用	413	(48)	(96)	(117)
资产减值损失	(8)	0	0	0
投资收益	3	0	0	0
营业利润	2,622	3,589	4,417	5,435
营业外收支	(30)	0	0	0
利润总额	2,592	3,582	4,406	5,419
所得税	517	714	878	1,080
净利润	2,075	2,868	3,528	4,339
归属于母公司净利润	2,066	2,852	3,508	4,314
EBITDA	3,255	3,813	4,661	5,747

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4428	2715	3147	4872
应收账款及票据	7017	9096	10885	13085
预付款项	541	616	745	926
存货	2016	3110	3277	4315
其他流动资产	321	321	321	321
流动资产合计	15447	15834	19758	24012
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4349	5266	6385	7502
无形资产	991	1101	1235	1309
非流动资产合计	6969	7933	8625	9247
资产合计	22416	23767	28383	33259
短期借款	3093	0	0	0
应付账款及票据	3292	3714	5081	5838
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	10086	8366	10612	12573
长期借款	408	408	408	408
其他长期负债	1962	1962	1962	1962
非流动负债合计	2370	2370	2370	2370
负债合计	12456	10737	12983	14943
股本	1488	2355	2355	2355
少数股东权益	220	236	256	280
股东权益合计	9960	13030	15400	18315
负债和股东权益合计	22416	23767	28383	33259

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	29.3%	18.3%	22.5%	21.9%
EBIT 增长率	55.7%	15.6%	22.4%	24.2%
净利润增长率	37.0%	38.0%	23.0%	23.0%
盈利能力				
毛利率	35.7%	35.4%	35.5%	35.7%
净利润率	11.4%	13.3%	13.3%	13.5%
总资产收益率 ROA	9.2%	12.0%	12.4%	13.0%
净资产收益率 ROE	21.2%	22.3%	23.2%	23.9%
偿债能力				
流动比率	1.5	1.9	1.9	1.9
速动比率	1.3	1.5	1.6	1.6
现金比率	0.4	0.3	0.3	0.4
资产负债率	0.6	0.5	0.5	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	100.6	112.9	108.7	107.4
存货周转天数	64.6	66.4	67.7	66.2
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0
每股指标（元）				
每股收益	1.4	1.2	1.5	1.8
每股净资产	6.5	5.4	6.4	7.7
每股经营现金流	1.0	1.2	1.2	1.9
每股股利	0.3	0.4	0.5	0.6
估值分析				
PE	23.4	27.9	22.6	18.4
PB	5.2	6.2	5.2	4.4
EV/EBITDA	22.2	18.6	15.1	12.0
股息收益率	0.9%	1.2%	1.5%	1.8%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,075	2,868	3,528	4,339
折旧和摊销	377	476	576	671
营运资金变动	(1,321)	(727)	(1,246)	(568)
经营活动现金流	1,456	2,718	2,891	4,480
资本开支	1,301	1,171	1,278	1,308
投资	(110)	0	0	0
投资活动现金流	(1,374)	(1,171)	(1,278)	(1,308)
股权募资	329	867	0	0
债务募资	(214)	0	0	0
筹资活动现金流	(664)	(3,260)	(1,180)	(1,446)
现金净流量	(582)	(1,714)	432	1,725

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

杨　侃：南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；　100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；　200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；　518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。